

BIS 支払・決済システム委員会報告書

「クリアリング産業の市場構造変動：金融の安定性へのインプリケーション」
Market structure developments in the clearing industry: implications for financial stability

エグゼクティブ・サマリー（日本銀行仮訳）

背景

クリアリング産業は、過去 10 年間に数多くの変化を経験した。こうした変化は、金融インフラ全体における清算機関（以下、CCP）の役割とクリアリング産業の市場構造の双方に強い影響を与えてきた。既存の CCP の統合、競争の激化、競合する CCP 間に形成された新たなリンクなどが変化の一例であり、多くの場合、これらは、関連した複数の要因によってもたらされてきた。例えば、金融サービスのグローバル化の拡大、新たな規制上の取組み、取引やこれに続くポストトレード・サービス（照合や清算、決済など）の双方に影響を与えた技術革新などである。同様に重要な要因として、2007 年から 2009 年にかけての金融危機でカウンターパーティ・リスクに対する意識が高まり、これに呼応して CCP の利用拡大を促進する動きが現れたことが挙げられる。

本報告書では、クリアリング産業におけるこうした変動、その要因、および金融の安定性へのインプリケーションを検討する。

報告書の目的

本報告書の主たる目的は、以下のとおりである。

- クリアリング産業の変化を明確な分析的枠組みの下で説明すること
- 異なった市場構造が各国で形成されていくのに寄与したと思われる様々な要因や背景環境を理解すること
- 各々の市場構造がもたらすリスク削減効果を示すこと
- 各々の市場構造が CCP の頑健性に影響を及ぼすような新たなリスクを生じさせているか否かを評価すること
- こうした変動が新たなシステムック・リスクをもたらしているか否かを評価すること
- CCP の安定性に関心を有する中央銀行、規制当局、およびオーバーサイトを行う主体に対して、実務的な考慮事項を提示すること

報告書の構成

本報告書は、三部構成となっている。第 I 部では、BIS 支払・決済システム委員会（CPSS）のメンバー諸国におけるクリアリング産業について、伝統的な市場と店頭デリバティブ市場の双方を含めて概観している。ここでは、2000 年から 2010 年にかけての動向を説明することに焦点を当てている¹。シンプルな分析的枠組みを用いて、CPSS メンバー諸国の事例を基に、各国・各市場で生じている主な変化点を明らかにする。

第 II 部では、そうした変化に伴って新たなリスクがどの程度生じているのかを評価する。ここでの分析は、市場構造の変化によって、カウンターパーティ・リスク管理における CCP のインセンティブが変容したか、CCP のリスク管理に新たな課題をもたらすような相互依存関係が生まれたか、CCP が取扱う商品や提供するサービスにどのような影響があったか、といった点に注目する。第 II 部ではさらに、中央銀行、規制当局、およびオーバーサイトを行う主体が、オーバーサイトや広く金融の安定にかかる責務を果たす際に考慮しうる、実務的な論点を提示している。

第 III 部では、クリアリング産業の市場構造と CCP の所有構造の変化が、CCP のサービス拡大に与える影響を観察する。また、所有構造が、カウンターパーティ・リスク管理上の CCP のインセンティブに及ぼす影響についても検討する。

結論

本報告書における主な検討結果は、以下のとおりである。

伝統的な市場における CCP と店頭デリバティブ市場の CCP には、いくつかの相違がある。各々の動向やその背景要因には一部共通点がある一方、CCP 以外のポストトレード・サービス提供主体の拡がりや、CCP、市場参加者（銀行）および公的当局がそれぞれ果たしている役割において、重要な相違がみられる。

分析結果は、過去 10 年間の間に様々なタイプの市場構造が形成されたことを示している。これらは、「垂直型 VS 水平型」「統合型 VS 分化型」という 2 つの軸で分類できる。こうしたクリアリング産業の市場構造は、CCP によるリスク管理手法の設計や、金融システム全体にリスクが波及する可能性に対して影響を与えているようにみえる。もっとも、クリアリング産業がある特定の市場構造に収斂していくという兆候は窺われていない。

¹ 実証分析は、2010 年 3 月 31 日時点までのもの。

各々の市場構造は、各々異なったリスクをもたらし、システムと市場間の相互依存関係を増幅させうる。この点に関しては、市場参加者と関係当局の両者による慎重な検討を要する。一方で、各々の市場構造は、リスクを削減したり、相互依存関係を縮小したりする効果も持ちうる。また、ガバナンスの取極めは一般にリスク管理を慎重に行うインセンティブを与えるほか、CCP は厳格なオーバーサイトと規制に服していることから、各々の市場構造に内在する潜在的なリスクは、実際にはすべてが顕現化するわけではなかろう。このため、特定の市場構造がシステムミック・リスクに与える影響全体を事前に見極めておくことは不可能である。

また、ある特定の市場構造が他よりも優れていることを示すような証拠は、CCP のリスク管理の観点からも、より広いシステムミック・リスクの観点からも見当たらない。むしろ、多くのリスクは、複数のタイプの市場構造に跨って生じている。例えば、インフラの規模に関するリスクは、垂直型統合と水平型統合のいずれの場合にも当てはまる。同様に、相互依存関係は、（取引、清算、決済を一体として行う）垂直型のグループでも、（複数の市場、場合によっては複数の法域でサービスを提供する）水平型のグループでも生じうる。また、新たな相互依存関係は、CCP がニッチなサービス提供主体と連携する場合（垂直型分化）にも、ある市場において複数の CCP が相互に連携している場合にも生じる。

それでもなお、中央銀行、規制当局およびオーバーサイトを行う主体が、特定の市場構造において特に生じやすいリスクに注意を払っておくことは有益であろう。こうしたリスクの1つに、CCP がリスク管理の頑健性を弱めるインセンティブがある。このようなインセンティブは、CCP の参加者破綻時の対応能力を低下させてしまうかもしれない。本報告書において検討されたリスクの多くは、これまで顕現化していない。しかし、多くの国において市場構造は変容を続けていくため、CCP およびその規制当局・オーバーサイトを行う主体が取り組むべき課題は今後も大きい。それゆえ、公的当局は、オーバーサイトを厳格かつ整合的に実施し続ける必要がある。本報告書は、中央銀行、規制当局およびオーバーサイトを行う主体がそうした目的で利用しうる項目のチェックリストを、市場構造のタイプごとに記載している。

こうした重要なリスクは、多くの場合、過渡期 CCP がリスク管理手法を変更し、市場参加者が新たなルールや手続に習熟し、関係当局が新たなオーバーサイトの取極めを整備していく時期において、特に顕現化しやすい。この点は、店頭デリバティブ市場にまさに当てはまる。このようにポストトレード・サービス産業で急速な変化が生じている時期には、規制当局のコミュニティは

特段の注意を払わなければならない。

クリアリング産業の市場構造は、各市場セグメントにおける CCP の利用状況とも関係があり、ひいては金融システム全体の頑健性をも決定づけるといえる。実際、市場構造の変化により、CCP へのアクセスに影響が生じたり、CCP の利用コストが増加したり、新しい清算サービスの立ち上げが阻害されるようなことがあれば、CCP の利用に伴う広範なリスク削減効果は弱められてしまうかもしれない。こうした事態は、例えば、垂直型または水平型統合によって CCP が巨大な市場支配力を持った場合に生じうる。同様のリスクは、競合する複数の CCP が、市場シェアを獲得するために十分に安全でない新たな清算サービスを積極的に売り込み、その結果、CCP の頑健性が損なわれたような場合にも生じうる。また、市場構造の変化は、個々の CCP の規模やその対象市場のカバレッジに影響を与え、「大き過ぎてつぶせない (too big to fail) 」という問題を増幅させる可能性がある。

多くの場合、市場構造の変化は、CCP の所有構造の変化を伴っている。もっとも、所有構造とシステムック・リスクの間に明確な関係は見出せない。すなわち、ユーザー所有型と営利目的型のどちらの所有形態が、CCP のリスク管理をより弱体化させ易い (難しい) と結論づけるような証拠はない。また、特定の所有構造が CCP による清算サービスの提供を促進する (阻害する) ことを示す証拠や、特定の所有構造が特定の市場構造をもたらすことを示す証拠も見当たらない。

以 上